

Après la tempête, les perspectives de l'immobilier coté en Europe

Jacques LEBHAR
Président, LB-P

Une commission a proposé récemment la suppression du principe de précaution. Traiter ce sujet prouve que nous appliquons cette suggestion.

I. L'immobilier coté en Europe

Seulement 3 % environ du parc immobilier européen est coté, soit moins de la moitié de ce que l'on constate en Amérique du Nord. L'évolution vers la cotation de l'immobilier est une tendance forte, probablement irréversible, mais elle concerne aujourd'hui des montants relativement modestes. L'immobilier coté représente en moyenne 2,5 à 3 % de la capitalisation des principales bourses en Europe. Euronext totalise 2 900 milliards d'euros de capitalisation, l'immobilier 3 % de cet ensemble. Le segment des foncières et des sociétés de promotion immobilière représente près de 150 milliards d'euros de capitalisation en Europe. Si l'on considère que l'immobilier s'étend au bâtiment, aux travaux publics et à la finance spécialisée, l'univers de capitalisation atteint 600 milliards d'euros. Par comparaison, la valeur estimée du patrimoine immobilier des ménages en France seulement est de près de 5 000 milliards d'euros. Nous sommes donc en présence d'une classe d'actifs significative mais loin d'être comparable à ce que représente l'immobilier traditionnel.

II. Une classe d'actifs à part entière

L'observation du passé nous enseigne que dans le temps, les actifs immobiliers cotés ont pour caractéristique tendancielle de se valoriser, et même davantage que l'immobilier physique. En outre, le comportement boursier de l'immobilier est largement décorrélé de la tendance générale du marché.

Entre 1994 et la fin 2006, la croissance des actifs immobiliers a atteint 250 %, soit 11 % par an en moyenne, tirée par le développement du régime des REITs. Cette croissance démontre l'intérêt du marché pour cette classe d'actifs précédemment délaissée. Les indices immobiliers n'ont pas connu la bulle spéculative de la fin des années 1990, ni subi la forte correction de 2002 liée à la conjoncture américaine. Si on élargit la définition de l'immobilier à toute la chaîne de valeur, les caractéristiques de surperformance et de décorrélation sont amplifiées.

En 2007, la correction a été violente, les sociétés foncières ayant perdu un tiers de leur valeur. Cette correction s'est faite en deux phases :

- une correction naturelle après que les valeurs immobilières cotées aient atteint des niveaux très élevés traduisant des rendements manifestement trop faibles.
- la crise des subprimes et du secteur financier, qui est venue approfondir la crise des valeurs immobilières cotées.

La correction a été extrêmement sévère alors qu'en 2007, à part les valeurs financières, l'ensemble des indices généraux de marché se sont bien tenus. La purge subie par les valeurs immobilières est une autre démonstration de la décorrélation. Cette correction d'un tiers ramène sur 15 ans la croissance annuelle moyenne de l'immobilier coté européen aux environs de 7 %, ce qui n'est pas aberrant si l'on considère que l'immobilier est un secteur de rareté.

Depuis début 2008, nous assistons à la troisième démonstration de la décorrélation. Tirés par les événements ayant affecté le secteur bancaire, les indices généraux ont baissé de près de 20 % à fin mars, alors que l'immobilier coté s'est globalement bien tenu, l'indice IEIF étant stable par rapport au début de l'année.

III. Possibilités et espérances

L'immobilier est un secteur boursier décorrélé, mais l'environnement actuel est extraordinairement incertain et volatile et la modestie s'impose. Toutefois, l'on peut avancer trois hypothèses plus ou moins audacieuses :

- La baisse des prix de l'immobilier physique, si elle se produit, ne devrait pas, en tendance, affecter les valeurs boursières de l'immobilier coté de façon significative.
- La segmentation géographique des marchés européens est une réalité durable.
- Le secteur va bénéficier d'opportunités structurelles non quantifiables qui devraient le soutenir.

1. Les valorisations boursières

Avant tout, il convient de signaler que le calcul de l'ANR, qui ne tient pas compte du poids de la dette, ne permet pas véritablement de comparer les sociétés entre elles. En outre, la vulnérabilité d'une société à son endettement n'est pas traduite par le rapport cours/ANR. Or selon la proportion d'endettement, la sensibilité de la valeur à la hausse ou à la baisse du sous-jacent est plus ou moins forte.

Là où l'on constate une décote de 24 % en moyenne en Europe entre la capitalisation et la valeur de l'ANR publié, la décote réelle si l'on compare la valeur d'entreprise à l'actif brut réévalué est de l'ordre de 15 %. En moyenne, les sociétés cotées affichent une différence négative par rapport à la valeur de leur actif. Si l'on considère qu'il s'agit d'une anomalie, cela signifie que les prix de l'immobilier physique pourraient théoriquement baisser de 15 % sans que les cours n'aient de raison technique de baisser tendanciellement.

Cette observation est corroborée par l'évolution attendue du rendement. Entre 2007 et 2008, on estime qu'il passera de 4,3 à 5,2 %, ce qui correspond à une baisse théorique des prix attendue de l'ordre de 17 %.

Ces deux éléments semblent indiquer qu'une correction significative mais modérée des prix n'a pas de raison technique d'être prise en compte par les marchés, à condition que ceux-ci réagissent de manière rationnelle et que le *credit crunch* n'ajoute pas à cette correction attendue et somme toute normale un aléa supplémentaire. La grande inconnue concerne l'impact de la raréfaction du crédit sur la volumétrie de la demande.

2. La segmentation géographique des marchés

Les moyennes européennes cachent des dispersions très importantes entre les pays. Les places de cotation européennes ont une appréciation très hétérogène de l'univers immobilier. En un an, entre l'Irlande, l'Autriche ou le Royaume-Uni qui ont corrigé de 40 % ou plus, et la Suisse, la Belgique et les pays nordiques, qui ont corrigé de 20 % ou moins, la disparité des situations est très forte, autour d'une baisse moyenne de 30 % et d'une baisse médiane de 23 %. L'hétérogénéité vaut pour l'immobilier physique comme pour l'immobilier coté.

IV. Des changements structurels qui recèlent de nombreuses opportunités

Certains éléments d'évolution qualitatifs me paraissent recéler des opportunités en dépit de l'épée de Damoclès que représente aujourd'hui le *credit crunch* :

- la tendance à la consolidation paneuropéenne des sociétés du monde immobilier, notamment des sociétés foncières ;
- la diversification des véhicules cotés sur plusieurs segments de la chaîne de valeur de l'immobilier ;
- la probable cotation de nombreuses nouvelles sociétés immobilières sur plusieurs places européennes ;
- et enfin le renforcement relatif de la capacité d'investissement des sociétés cotées du fait de la raréfaction du crédit qui touche en premier les investisseurs qui s'endettent le plus.

J'espère vous avoir donné quelques raisons d'espérer dans notre secteur...